

全球外汇周报：
本周随笔：人民币保7的能力与因素

受中美贸易战恶化影响，美元/离岸人民币一度触及 6.95，而在岸市场上，美元/人民币也突破 6.90 的关口。5 月以来，人民币对美元贬值已经超过 2.5%。此轮人民币贬值有两个特征包括突发逆转性以及速度快。笔者记得 4 月底的时候当时市场还在讨论人民币升值到 6.6 的可能性，自特朗普 5 月初那个推特之后，人民币命运突现大逆转。从 6.7 到 6.9 花了不到两个星期。

相对于过去几轮快速贬值，此次在岸市场却异常冷静和沉稳。这不仅仅体现在汇率市场，股票和债券市场虽有波动，也没有乱了方寸。或许这与市场已经适应了贸易战以及特朗普总统的多变有关。而此次贬值的驱动并不是基本面的恶化而更多是贸易战引起的预期变化。

虽然市场更为沉稳，但是这并不影响“保7”这个熟悉的声音重新回到市场。毕竟自 2015 年 811 汇改以来，两次在基本面恶化以及资本外流压力加大情况下“保7”成功，让7已经渐渐成为一种信仰。此次在基本面尚好资本流动也算均衡的情况下，似乎更有理由守住7。

至于央行是否用能力再次保7，笔者认为有的。虽然央行已经明确表示退出直接干预，即类似 2015 年通过消耗外汇储备死守汇率的方式不太可能再发生，不过正如央行副行长潘功胜近期表示的“中国政策工具箱里有足够多的工具，如有必要将使用逆周期措施来对冲外汇市场的波动性。”而过去几个交易日，种种迹象显示央行或许已经通过间接的方式来控制人民币的波动性。其中在岸市场最明显的就是人民币的中间价了。过去五个交易日虽然美元/人民币持续在 6.90 上方交易，但是人民币中间价连续五个交易日被牢牢压在 6.90 下方 6-12 个基点，偏离市场和笔者的报价模型。对市场发出了较为明显的信号。此外，离岸市场上，在今年按计划发行了两笔央行票据之后，5 月 21 日央行又突然宣布继续在离岸发行人民币央票，颇耐人寻味。这也让市场回想起央行之前通过收缩离岸市场人民币流动性提高人民币做空成本来打压人民币空头的做法。总体来看，在岸通过中间价离岸通过流动性管理这个政策组合并不让市场陌生。此举有助于管理预期，减缓人民币的贬值幅度。

虽然笔者认为央行有能力和工具保7，但是在贸易战重燃，未来不确定因素加大的情况下。死守7或许并不是一个最优解。如果美国对中国经济的极限施压继续的话，那汇率、货币政策和财政政策将是三个重要疏压的阀门。汇率的弹性有助于缓解贸易战带来的压力。

未来人民币的走势将很可能取决于两个因素包括贸易谈判的进展以及美元的走势。如果特朗普政府愿意妥协，市场重新看到贸易协议的希望，在美元不大幅升值的情况下，保7或许压根就不是事，甚至不排除人民币重新升值。毕竟目前中国央行货币政策回归中性以及中国金融市场继续开放所带来的潜在资本流入都将形成对人民币的支持。反之，如果贸易协议希望破灭叠加美元大涨的话，人民币对美元和一篮子货币则可能进一步贬值。笔者认为人民币指数有可能会重新回落至去年低点 92，基于目前的价格，人民币指数 92 所对应的美元/人民币大致在 7.03。在美元升值的背景下，就算人民币最终破7，笔者认为央行依然有足够的逆周期因素来减缓人民币贬值幅度，从而将人民币稳定在 7-7.1 之间，从而防止出现恐慌性贬值的情况。

总体来看，笔者相信中国有保7的能力，未来人民币走势很大程度将取决于两个因素包括贸易谈判进展以及美元的走势。如果贸易协议遥遥无期叠加美元升值的话，死守7或许并不是最优解，而汇率的弹性有助于帮助化解部分贸易战带来的冲击。

外汇市场			
	现价	周变化%	年变化%
欧元/美元	1.1184	0.3%	-2.4%
英镑/美元	1.2665	-0.4%	-0.6%
美元/日元	109.62	0.4%	-0.1%
澳元/美元	0.6887	0.3%	-2.1%
纽元/美元	0.6518	0.1%	-2.9%
美元/加元	1.3471	-0.2%	1.1%
美元/瑞郎	1.0037	0.6%	-2.3%
亚洲主要货币			
美元/人民币	6.9115	0.1%	-0.5%
美元/离岸人民币	6.9289	0.2%	-0.9%
美元/港币	7.8478	0.0%	-0.3%
美元/台币	31.534	-0.9%	-2.7%
美元/新元	1.3793	-0.3%	-1.3%
美元/马币	4.1900	-0.4%	-1.4%
美元/印尼卢比	14450	0.0%	-0.4%

下周全球市场三大主题

1. 周末的欧洲议会选举
2. 加拿大央行利率决议
3. 全球5月制造业指数

外汇市场：

本周回顾：

汇市再次经历了混乱的一周。经济和利率分歧，叠加避险需求，带动美元指数上升至 2017 年以来最高的 98.37。然而，周四美国公布的 PMI 数据，提醒市场在贸易战萦绕的大环境下，美国亦无法独善其身。经济和利率相对优势减弱，致美元指数急速回落至 97.9。尽管如此，我们依然认为美元将继续在高位徘徊。**经济方面**，欧美经济或仍保持一定分歧，从而支持美元。美国 5 月制造业和服务业 PMI 分别创 2009 年及 2016 年 2 月以来新低，反映特朗普减税政策的利好逐渐减退，同时贸易战的冲击开始显现。惟美国当前经济表现尚未逊于欧元区。欧元区 5 月制造业 PMI 连续第四个月处于收缩水平。中美贸易战重新开火，将进一步增添欧元区经济复苏的难度。**利率方面**，货币政策（利率）分歧将支撑美元。美联储 5 月会议纪要指官员们将在一段时间内保持耐心，同时指出 PCE 通胀指标下行是暂时的。这意味着该央行年内降息可能性不大。相反，澳联储会议纪要及行长 Lowe 放鸽，使市场对该央行 6 月降息预期急速升温，并顺势推升隔壁纽联储降息可能性。而经济前景不明朗也将驱使欧日央行维持超低利率。**避险需求方面**，全球风险事件充斥，可能间歇地推升避险需求。首先，就中美贸易战而言，虽然美国宣布推迟 90 天实施对华为禁令，但随后美方将矛头由华为延伸至中国其他高科技企业，再加上美国财长努钦表示没有访华计划，反映出中美贸易关系依然十分紧张。其次，就英国脱欧而言，本周英国首相梅公布新协议，甚至可能给予议会表决是否进行二次公投的机会，英镑因此一度大幅反弹。不料梅姨打的如意算盘并不如意，她所提出的二次公投表决机会，前提是议会通过其新协议，然而议会成员明确表示他们反对新协议，意味着该协议大概率第四度遭否决。消息指梅可能今天宣布辞职计划。若梅辞职后紧跟着上台的是硬脱欧派人士如 Boris Johnson，那么英国可能面临硬脱欧或无协议脱欧的风险。最后，就欧元区政治风险而言，除了意大利财政问题之外，民粹主义的抬头正增添欧洲议会选举结果的不确定性，并可能影响欧元区的稳定性。**整体而言**，短期内，美国与其他主要经济体的经济和利率分歧料难大幅收窄。加上避险需求间歇上升，美元或继续在高位盘整。

本周重点关注货币：

英镑：

- 脱欧不确定性升温，致英镑震荡走弱至四个月新低。周初，英国首相提出新脱欧方案，并有望允许议会对第二次脱欧公投进行表决。这一度带动英镑反弹。
- 不过，媒体称英国议会对二次公投进行表决的前提是必须通过政府的新脱欧协议。随后，工党及部分保守党议员明确表示反对新协议，意味着首相梅的脱欧协议可能第四度遭否决。由于脱欧维持僵局，英首相下台的呼声高涨。消息称周五梅可能宣布辞职计划。这将加剧英国政局的不稳定性，并增添市场对硬脱欧甚至无协议脱欧的担忧。
- 数据方面，英国 4 月核心 CPI 及 CPI 分别按年增长持平于 1.8% 及上涨 2.1%，皆不及预期。这减轻英央行加息压力。
- 脱欧僵局和政局动荡或继续利淡英镑。欧元区经济前景尚未明朗。短期内，欧元或继续承压。

图 1：英镑/美元-日线图：英镑显著下挫。空方能量扩大，意味英镑继续受压的可能性不可排除。若英镑兑美元进一步下跌，或试探 1.2500 的低位。



美元	经济和利率分歧，叠加避险需求，带动美元指数上升至 2017 年以来最高的 98.37。然而，周四美国公布的 PMI 数据欠佳，提醒市场在贸易战萦绕的大环境下，美国亦无法独善其身。10 年期美债收益率应声下挫至 2017 年最低的 2.33%。经济和利率优势减弱，驱使美元指数急速回落至 97.9。尽管如此，我们依然认为美元将继续在高位徘徊。经济方面，虽然特朗普减税政策的利好逐渐减退，同时贸易战的冲击开始显现，但中美贸易战重新开火，也将进一步增添欧元区经济复苏的难度。利率方面，美联储会议纪要重申官员们将在一段时间内保持耐心，意味着该央行年内降息可能性不大。相反，澳联储银行降息呼声高涨。而欧日央行也将维持超低利率。因此，货币政策分歧将支撑美元。避险需求方面，全球风险事件包括中美贸易战、英国脱欧及欧元区政治风险，可能间歇地推升避险需求。
欧元	受政治风险和英国脱欧不确定性的拖累，欧元跌至 4 月底以来最低水平。市场担心民粹主义势力在选举后进一步抬头，从而影响未来欧盟委员会主席的推选及预算案的制定。这加上意大利财政问题及英国脱欧不确定性，致欧元承压。欧元区 5 月制造业 PMI 保持疲软，则使欧元扩大跌幅。展望未来，尽管美国延迟对欧盟汽车出口加关税，但中美贸易战仍可能拖累的欧元区经济增长。因此，欧元或继续低位徘徊。
英镑	脱欧不确定性升温，致英镑震荡走弱至四个月新低。周初，英国首相提出新脱欧方案，并有望允许议会对第二次脱欧公投进行表决。此消息一度带动英镑反弹。随后，工党及部分保守党议员明确表示反对新协议，意味着首相梅的脱欧协议大概率第四度遭否决。由于脱欧维持僵局，市场对英首相下台的呼声持续高涨。这加剧了硬脱欧或无协议脱欧的风险。短期内，脱欧僵局和政局动荡或继续利淡英镑。
日元	日元震荡走强。息差因素及市场情绪的变化继续主导日元走向。起初，美元和美债收益率上升，致美元/日元突破 110 水平。随后，美国把矛头指向更多中国高科技企业，反映中美贸易关系保持紧张。而主要经济体疲软的 5 月制造业 PMI，则反映全球经济增速放慢的风险上升。随着美债收益率急跌及避险情绪复苏，日元由跌转升。短期内，息差因素和避险情绪或使日元继续窄幅波动。
加元	加元微跌。油价波动为影响加元走势的主要因素。油市方面，消息指美国总统告知 OPEC 必需降低油价。另外，美国 EIA 原油库存上升至 19 个月新高。再加上美国考虑加大对伊朗制裁，及伊朗威胁 OPEC 存在解散可能的消息，致油价携手加元下挫。短期内，油市前景不明朗料继续增添加元波动性。另一方面，加拿大 2 月 GDP 按月下滑 0.1%。数据疲软或为加拿大央行转鸽提供依据，从而利淡加元。
澳元	加元震荡走弱。三个因素一度支持加元逆市走强。第一，美国与加拿大同意互相解除钢铝关税，这缓和加拿大贸易前景的不确定性。第二，加拿大 CPI 同比增速连续第三个月加快，加上加央行行长偏鹰派的言论，意味着该央行降息压力有限。第三，产油国暗示将延长减产计划，加上中东局势紧张，一度带动油价走高。惟贸易战风险发酵及美国原油库存大增，使油价携手加元回落。短期内，加元或窄幅波动。
纽元	纽元进一步下挫至去年 10 月以来最低水平。首先，澳元承压，拖累纽元表现。其次，贸易战风险，利淡商品货币。再者，由于澳联储立场转鸽，市场重新评估纽联储的降息可能。期货市场预计该央行第二次降息的时间可能由 11 月提前至 8 月。展望未来，降息预期及贸易战风险，或使纽元继续承压。
人民币	美元回吐涨幅，加上中国央行释放维稳讯号，支持人民币暂时企稳。未来人民币的走势将取决于两个因素包括贸易谈判的进展以及美元的走势。如果特朗普政府愿意妥协，市场重新看到贸易协议的希望，在美元不大幅升值的情况下，人民币保 7 甚至重新升值皆有可能。反之，如果贸易协议希望破灭叠加美元大涨的话，人民币对美元和一篮子货币则可能进一步贬值。笔者认为人民币指数有可能会重新回落至去年低点 92，基于目前的价格，人民币指数 92 所对应的美元/人民币大致在 7.03。
港元	美元/港元一度触及 7.85，惟并未驱使金管局出手干预。随着时间逐渐靠近月结、半年结，及 6-7 月派息潮，再加上 7 月可能有大型 IPO，市场参与者提前囤积资金，带动港元拆息反弹。踏入 6 月，一个月和三个月港元拆息或逐步上行，并试探 2.1%的水平。这或削弱套利诱因。再加上人民币暂时企稳，我们认为未来一个月内港元持续走弱并驱使金管局干预的可能性较低。

美元指数:

- 经济和利率分歧，叠加避险需求，推升美元指数至 2017 年以来最高的 98.37。然而，美国 5 月制造业和服务业 PMI 分别创多年新低，反映减税政策的利好减退，同时贸易战的冲击开始显现。10 年期美债收益率应声下挫至 2017 年最低的 2.33%。经济和利率优势减弱，致美元指数急速回落。
- 尽管如此，我们依然认为美元将继续在高位徘徊。经济方面，中美贸易战将进一步增添欧元区经济复苏的难度，从而支持欧美保持经济分歧。利率方面，美联储会议纪要重申官员们将在一段时间内保持耐心，意味着该央行年内降息可能性不大。相反，澳纽储备银行降息呼声高涨。因此，货币政策分歧将支撑美元。避险需求方面，全球风险事件包括中美贸易战、英国脱欧及欧元区政治风险，可能间歇地推升避险需求。

图 2：美元指数-日线图：美元指数在 50 天移动均线（红）找到支持后出现反弹。能量柱趋向中性，若美元指数能重上 98 的支持位，则可望维持向好的走势。



欧元:

- 受政治风险和英国脱欧不确定性的拖累，欧元跌至 4 月底以来最低水平。
- 具体而言，市场担心民粹主义势力在选举后进一步抬头，从而影响未来欧盟委员会主席的推选及预算案的制定。这加上意大利财政问题及英国脱欧不确定性，致欧元承压。
- 另一方面，尽管美国延迟六个月对是否上调欧盟汽车出口关税作决定，但中美贸易战升级仍可能拖累欧元区的经济增长。周四公布的经济数据反映出欧元区经济前景依然低迷。欧元区 5 月制造业 PMI 意外回落至 47.7，德国同月 IFO 商业景气指数亦意外下挫至 2014 年以来最低的 97.9。
- 展望未来，政治风险及欧美经济和利率分歧，料使欧元继续承压。

图 3：欧元/美元-日线图：欧元兑美元突破 1.1260 无果后，震荡走弱。能量柱趋向中性，意味欧元或维持双向波动的走势。短期内，若欧元兑美元失守 1.1110 的支持位，该货币对子进一步走低的可能性不可排除。



日元:

- 日元震荡走强。息差因素及市场情绪主导日元走向。周初，美元和美债收益率上升，致美元/日元突破 110 水平。
- 随后，美国把矛头指向更多中国高科技企业，反映中美贸易关系保持紧张。而主要经济体疲软的 5 月制造业 PMI，则反映全球经济增速放慢。美债收益率急跌及避险情绪复苏，助日元反弹。
- 经济数据方面，尽管日本一季度 GDP 年化季率达 2.1%，远超预期的 -0.2%。但 4 月出口按年跌幅超预期，且 5 月制造业 PMI 由 50.2 下滑至 49.6，意味着外部风险正拖累日本经济增长。另外，4 月 CPI 同比升 0.9%，虽优于预期，但仍远离央行目标。这将为日央行维持超低利率提供依据。
- 短期内，息差因素和避险情绪或继续相互制衡，从而使日元继续窄幅波动。

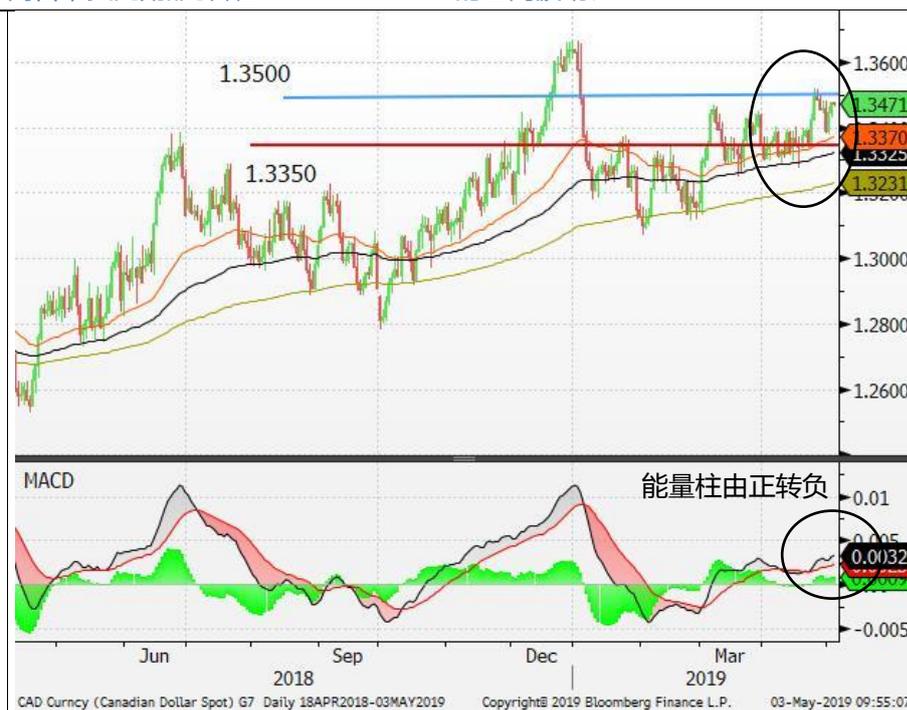
图 4：美元/日元 - 4 小时图：美元兑日元继续在 110 下方盘整。短期内，美元/日元料维持区间波动的走向。云层的下方料为该货币对子提供支持。



加元:

- 加元震荡走弱。三个因素一度支持加元逆市走强。第一，美国与加拿大同意互相解除钢铝关税，这缓和加拿大贸易前景的不确定性。第二，加拿大 CPI 同比增速连续第三个月加快。另外，加拿大 3 月核心零售销售按月增长 1.7%，优于预期。再者，加央行行长表示仍然认为利率将继续上升，意味着该央行降息压力有限。第三，沙特和其他产油国暗示将延长减产计划。这加上中东地缘政局紧张，一度带动油价走高。
- 不过，中美贸易战风险发酵，以及美国上周 EIA 原油库存意外上升至 2017 年 8 月以来新高的 543 万桶，使油价携手加元回落。
- 展望未来，油市波动可能增添加元的波动性。不过，加拿大央行偏鹰派的讯号，料有助缓和加元的下行压力。

图 5：美元/加元 - 日线图：加元维持区间波动的走势，整体在 50 天移动平均线（红）找到支持。能量柱由正转负，意味美元/加元可能小幅受压。整体而言，美元/加元料在 1.3380-1.3540 的区间波动。



澳元:

- 澳元继续在4个月低位盘整。
- 保守党莫里森领导的中右翼执政联盟在大选中意外获胜，其对提振经济的承诺缓和了市场对政局动荡及经济前景不明朗的担忧，并一度带动澳元走强。
- 不过，随后两项因素使澳元掉头下挫。首先，中美贸易风险持续发酵，增添澳洲贸易及经济前景的不确定性。其次，澳洲储备银行5月会议纪要称若就业市场没有进一步改善，降息可能是合适的。随后，澳储行行长Lowe称将在6月会议上考虑降息。目前期货市场预计该央行6月降息概率接近90%。这导致澳洲10年期国债收益率屡创纪录新低的1.535%。
- 短期内，澳美货币政策分歧扩大的风险及中美贸易战风险料继续利淡澳元

图6：澳元/美元 - 日线图：澳元兑美元进一步走低，并失守0.69的重要支持位。空方能量增强，意味着澳元可能继续承压。短期内，澳元兑美元下一个支持位为0.6785。


纽元:

- 纽元进一步下挫至去年10月以来最低水平，主要受到三项因素的拖累。
- 首先，澳元大幅承压，为纽元带来负面溢出效应。
- 其次，贸易战风险持续发酵，拖累商品货币走弱。
- 再者，虽然新西兰第一季扣除通胀的零售销售（按季增长0.7%）及4月出口表现皆优于预期，但这并不足以扭转市场对纽西兰经济前景较悲观的预期。由于澳储行立场转鸽，市场重新评估纽储行的降息可能。期货市场预计该央行年内第二次降息的时间可能由11月提前至8月。
- 展望未来，市场对纽储行降息的预期高企，暗示美纽货币政策分歧将进一步扩大。这加上贸易战风险，或使纽元继续承压。

图7：纽元/美元 - 日线图：纽元兑美元进一步走低并失守0.65的重要支持位。空方能量较强，短期内纽元或难以完全扭转弱势。纽元兑美元下一个支持位为0.6450。



一周股市，利率和大宗商品价格回顾
世界主要股指

	收盘价	周%变化	年%变化
道琼斯	25490.47	-1.06%	9.27%
标准普尔	2822.24	-1.30%	12.58%
纳斯达克	7628.28	-2.41%	14.97%
日经指数	21069.23	-0.85%	5.27%
富时 100	7231.04	-1.60%	7.47%
上证指数	2852.02	-1.05%	14.36%
恒生指数	27337.16	-2.18%	5.77%
台湾加权	10328.28	-0.54%	6.18%
海峡指数	3159.73	-1.43%	2.96%
吉隆坡	1605.54	0.01%	-5.03%
雅加达	6053.95	3.90%	-2.27%

主要利率

	收盘价	周变化	年变化 bps
			bps
3月 Libor	2.52%	0.3	-28
2年美债	2.16%	-4	-33
10年美债	2.32%	-7	-36
2年德债	-0.64%	1	-3
10年德债	-0.12%	-2	-36

大宗商品价格(1)

	收盘价	周%变化	年%变化
能源			
WTI 油价	58.65	-6.5%	29.2%
布伦特	68.65	-4.9%	27.6%
汽油	192.84	-5.8%	45.7%
天然气	2.58	-1.8%	-12.1%
金属			
铜	5926.00	-2.1%	-0.7%
铝	1776.25	-2.4%	-2.6%
贵金属			
黄金	1283.20	0.6%	0.1%
白银	14.55	1.4%	-6.4%

大宗商品价格(2)

	收盘价	周%变化	年%变化
农产品			
咖啡	0.935	7.0%	-8.2%
棉花	0.6760	2.4%	-6.4%
糖	0.1157	0.2%	-3.8%
可可	2,426	3.1%	0.4%
谷物			
小麦	4.6825	0.7%	-7.0%
大豆	8.213	-0.1%	-6.9%
玉米	3.9100	2.0%	4.3%
亚洲商品			
棕榈油	1,969.0	-3.9%	-1.7%
橡胶	207.0	2.6%	20.3%

免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告中包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您的个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。
